

Оперативный обзор фондового рынка

среда, 3 февраля 2010 г.

Рынки накануне:

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Ростел -ао	157.99	5.3%
Роснефть	241.99	3.8%
УралСВИ-ао	0.937	3.5%
Транснф ап	26235	3.3%
Ростел -ап	75.28	3.3%
СевСт-ао	355	2.3%
ОГК-5 ао	2.548	2.1%
Газпрнефть	153.44	2.1%
ГМКНорник	4780	2.1%
Сургнфгз	25.771	2.0%
ОГК-3 ао	1.423	1.9%
Уркалий-ао	132.25	1.9%
ЛУКОЙЛ	1711	1.6%
Магнит ао	2068	1.6%
ГАЗПРОМ ао	192.21	1.4%
ВТБ ао	0.0759	1.2%
Аэрофлот	57.01	1.2%
Новатэк ао	185.99	1.1%
ПолюсЗолот	1497.9	1.0%
РБК ИС-ао	36.7	0.9%
Сургнфгз-п	14.53	0.9%
РусГидро	1.305	0.8%
Татнфт Зап	76.78	0.7%
МТС-ао	239	0.6%
Сбербанк-п	72.68	0.6%
ФСК ЕЭС ао	0.341	0.3%
Сбербанк	88.05	0.2%
Татнфт Зао	142.35	-0.1%
ММК	28.869	-0.3%
Система ао	26.7	-0.5%

Вчера был спокойный день, шел уверенный рост без «нервных» движений. Индекс ММВБ показал +1.4%. Неплохо себя ведет «Роснефть», компенсируя заметный провал предыдущих дней. Технические аналитики могли бы сказать, что акция «отскочила от тренда». Другие могли бы сослаться на вышедшую в понедельник отчетность.

Мировые фондовые рынки вчера росли, поднимались товарные рынки, валюты укреплялись к доллару. Ниже приведен график движения ряда валют, считающихся «сырьевыми». Рубль вчера резко укрепился и сейчас торгуется на 30.08, угрожая сегодня «пробить» круглую отметку. На самом деле, российская валюта продолжает двигаться согласованно с другими валютами. На графике ниже видно, что в первой половине января валюты укреплялись, во второй падали, что объясняет динамику рубля. Такая согласованность еще раз наводит на мысль, что это не рубль или реал растут и падают, а доллар укрепляется или ослабляется к остальным валютам. Пара евро-доллар вновь приблизилась к отметке 1.4 \$/€

Конечно, кто-то может связать укрепление рубля вчера с ростом цен на нефть, которые «прыгнули» до \$75.9/баррель в Лондоне, хотя еще 1-го февраля они были на \$71. Цены ближайших фьючерсов на NYSE взлетели до \$77.2/баррель. Оставаясь в этой логике, можно сказать, что доллар упал не только к валютам, но и к нефти.



Но кроме этого может быть иное объяснение согласованной динамики — очевидно, что движения происходят под влиянием сделок. Инвестиционные банки, продающие структурные продукты, опционы и другие деривативы вынуждены проводить частый трейдинг, имитируя свои стратегии «репликационным портфелем», что, в свою очередь, может создавать подобную согласованность движений. Инвестбанки таким образом поддерживают баланс между активами и обязательствами.

Более вероятно, что это проявление деятельности хедж-фондов или proprietary trading desks инвестиционных компаний. А они

могут заниматься «рисковым арбитражем», используя «коррелирующие пары» (например, если реал сильно вырос к доллару, а рубль еще нет, то рубль покупается, а реал продается в надежде, что рубль догонит реал). Возможно, влияют также и психологические факторы, осознание наличия корреляции может усиливать подобные движения. Рисковый (или статистический) арбитраж может работать даже на уровне фондовых рынков разных стран (если Бразилия сильно выросла, а Австралия еще нет, продать фьючерсы на бразильский индекс и купить на



австралийский). Конечно, такая деятельность не является безубыточной, зато она не коррелирована с движениями фондовых рынков (потому что нетто-позиция по рынку нейтральная) и создает поток доходов, мало зависящий от согласованного движения фондовых рынков. А такие доходы являются ценными, их «бета» нулевая, то есть они способны давать доходы, когда рынки в целом падают. «Рисковый арбитраж» является краткосрочной стратегией, имеющей целью эксплуатировать краткосрочные перекосы (например, потому что одному крупному инвестору или группе инвесторов пришлось в голову продать/купить акции и это вызвало соответствующее движение рынка, арбитражер рассчитывает на восстановление равновесия). Долгосрочные перекосы объясняются фундаментальными факторами, что не предполагает никакого равновесия. Иными словами, если краткосрочно норвежская крона и рубль движутся согласованно, это не означает, что долгосрочно они не должны разойтись в разные стороны.

Вкратце:

- А. Клепач заявил, что по итогам января инфляция в стране составит 1,7%. Прогноз инфляции на год, по его словам, остается прежним – 6,7-7,5%.
- В. Путин поручил правительству передать «Аэрофлоту» шесть авиакомпаний, предназначенных для «Ростехнологий». В этом году эти авиакомпании будут акционированы, а потом их передадут «Аэрофлоту». По словам министра транспорта И. Левитина, в результате сделки доля «Аэрофлота» на рынке внутренних перевозок вырастет с нынешних 15% до 30-35%. Взамен «Ростехнологии» получают долю в «Аэрофлоте».
- ФАС сделала предупреждение производителям коксующегося угля, так как посчитала, что распространение ими информации о будущих ценах может быть расценено как сговор. Напомним, что в понедельник появились сообщения о том, что «Распадская» намерена повысить цены на уголь для металлургов.
- По данным ЦДУ ТЭК, добыча газа в России в январе 2010 года по сравнению с 2009 годом увеличилась на 16,2% - до 63,95 млрд. куб.м. Предыдущий пик был зафиксирован в декабре 2009 года, а до этого наибольшее значение было зимой 2007-2008 гг. Рост добычи газа связан с холодной погодой, увеличением внутреннего потребления и восстановлением экспорта. Однако добыча «Газпрома» не достигла своих максимумов, и основной прирост обеспечили независимые производители газа.
- «Роснефть» в 2011 году начнет строительство НПЗ в Грозном, в 2013 году завод даст первую продукцию. Проектная мощность завода небольшая - 1 млн. тонн с возможностью расширения.
- Минфин будет регулировать деятельность кредитных кооперативов. Сейчас в них зарегистрировано от 1 млн. пайщиков и впервые за 20 лет их существования появился регулятор. Минфин будет вести реестр кооперативов, следить за порядком размещения средств их резервных фондов. Кроме того, министерству предстоит избавиться от финансовых пирамид, которые часто работали под видом кредитных кооперативов. Сейчас деятельность кредитных кооперативов регулируется законом «О кредитной кооперации», который вступил в силу в августе 2009 года.
- Сегодня «Связьинвест» планирует обсудить с миноритариями схему расчета коэффициентов обмена акций МРК на бумаги объединенного «Ростелекома». Кроме того, будет рассмотрен вопрос относительно будущего акций, принадлежащих миноритариям, которые не согласятся с коэффициентами обмена.

Местное:

- «ЛУКОЙЛ-Пермь» намерен в 2010 году потратить на геологоразведочные работы более 800 млн. рублей. По сравнению с 2009 годом затраты увеличатся в 2,5 раза. По итогам разведки компания планирует увеличить запасы и ресурсы категории С1 и С3 на 12,2 млн. тонн.
- ПАИЖК начинает принимать заявки для оформления ипотечного кредита с участием материнского капитала. Как сообщает агентство, выдача кредитов может начаться во втором квартале 2010 года.
- Siemens подпишет соглашение с ЗАО «Искра-Авигаз» о создании СП по производству компрессоров-нагнетателей. Производство расположится на территории завода «Велта», инвестиции в проект составят около 3 млрд. рублей.

Напоследок: дефицит бюджета РФ

Замминистра МЭР А. Клепач недавно пообещал, что в 2010 г дефицит бюджета составит 6.2-6.6% от ВВП. В законе заложены расходы на 9.89 трлн. руб., доходы - 6.95 трлн., дефицит 2.94 или 6.8% от ВВП. Предположим, что Клепач прав. Номинальный ВВП в 2010 году ожидается ~43 трлн. рублей, тогда дефицит должен быть 2.6 - 2.8 трлн. руб. [<http://www.rg.ru/2009/12/01/deficit-site-anons.html>]

По плану, планировалось потратить весь Резервный фонд на 1.8 трлн. руб., еще залезть на 0.38 трлн. в Фонд Нацблагосостояния и еще 0.57 трлн. руб. занять на внутреннем рынке (размещения ОФЗ минус погашения). На внешнем рынке планировалось нетто-занять 0.55 трлн. (~\$18.4 млрд. по курсу 30 руб./\$). Статьи «иные источники» с огромными минусами (!) как и курсовые разницы нам так и не удалось понять (для внутренних источников, это, похоже, вложения в капитал госкомпаний, для внешних – кредитование дружественных государств). Поэтому, мы приводим выдержку из закона о бюджете. [www1.minfin.ru/ru/budget/federal_budget/]

Если дефицит составит 2.6 трлн. руб. и около 1 трлн. будет закрыто займами за рубежом и в стране, недостающие 1.6 трлн. рублей правительство будет тратить из фондов. Что, на деле, означает эмиссионное финансирование.

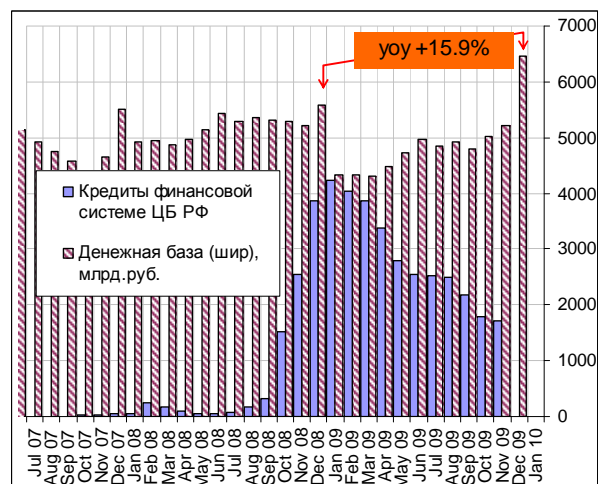
Можно спорить, что прямой эмиссии не происходит. Но формально это так, будут тратиться ранее эмитированные рубли, стерилизованные в фондах. Напомним, что под конец года денежная база в России установила рекорд, «пробив крышу» и достигнув 6.5 трлн. руб. Вливания еще 1.6 трлн. означает еще 25% денежную экспансию по итогам 2010 года. Каким таким образом Центробанк собирается перейти на инфляционное таргетирование в 2011 году и как будут выдерживаться цели по инфляции ниже 10% ума не приложу. Рефляция должна начать обороты. И это после монетарной заморозки прошлого года. Из жара да в поlying. [http://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/MB.asp?Year=2009]

Кстати, приватизация почему-то не отражена в бюджете, похоже, ее вообще не будет.

В Давосе министр финансов А.Кудрин заявил, что при ценах в \$70/баррель Россия будет занимать по \$20 млрд. за рубежом 5 лет подряд. Последнее похоже на пугалку, очень похоже, что дефицит бюджета исчезнет куда быстрее. Кудрин, возможно, видит свою сверхзадачу в том, чтобы держать траты бюджета под контролем от лоббистов.

Займы за рубежом выглядят довольно странно. Пока у России есть деньги. Пусть мы не будем трогать валютные резервы ЦБ (истинные за минусом средств фондов). Но в Фонде Нацблагосостояния находится немало - \$90.6 млрд. По случаю, эта цифра примерно перекрывает потребности России в займах на 5 лет по \$20 млрд. Кудрин обещает, что Россия собирается занять на зарубежных рынках \$17.8 млрд. в этом году (~530 млрд. руб. по условному курсу

Наименование	2010 год	2011 год	2012 год
ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЕФИЦИТА ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА	2 936 910 907,6	1 934 113 566,8	1 611 353 397,8
ИСТОЧНИКИ ВНУТРЕННЕГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЕФИЦИТА ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА	2 507 330 610,0	1 419 717 127,4	1 036 508 018,8
Разница между средствами, поступившими от размещения государственных ценных бумаг Российской Федерации, номинальная стоимость которых указана в валюте Российской Федерации, и средствами, направленными на их погашение	1. 568 382 355,7	748 597 978,0	236 514 368,3
Изменение остатков средств на счетах по учету средств федерального бюджета в течение соответствующего финансового года	2 245 870 113,4	762 400 000,0	812 900 000,0
в том числе:			
изменение остатков средств Резервного фонда	2. 1 860 103 725,1	0,0	0,0
изменение остатков средств Фонда национального благосостояния	3. 385 766 388,3	762 400 000,0	812 900 000,0
Иные источники внутреннего финансирования дефицита федерального бюджета	?? -306 921 859,1	-91 280 850,6	-12 906 349,5
ИСТОЧНИКИ ВНЕШНЕГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЕФИЦИТА ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА	429 580 297,6	514 396 439,4	574 845 379,0
Разница между средствами, поступившими от размещения государственных займов, которые осуществляются путем выпуска государственных ценных бумаг от имени Российской Федерации и номинальная стоимость которых указана в иностранной валюте, и средствами, направленными на их погашение	552 509 670,1	612 134 737,1	680 139 992,5
Разница между полученными и погашенными Российской Федерацией в иностранной валюте кредитами иностранных государств, включая целевые иностранные кредиты (заимствования), с учетом средств, перечисленных из федерального бюджета российским поставщикам товаров и (или) услуг на экспорт в счет погашения государственного внешнего долга Российской Федерации, международных финансовых организаций, иных субъектов международного права и иностранных юридических лиц	- 54 628 361,0	- 46 722 023,2	- 45 061 254,9
Иные источники внешнего финансирования дефицита федерального бюджета	?? - 68 301 011,5	- 51 016 274,5	- 60 233 358,6



30). Но если вдуматься – страна будет платить, скажем, 6% и тут же размещать деньги Фонда нацблагосостояния под 2%. Это ничего? [<http://www1.minfin.ru/ru/press/speech/index.php?id4=9163>]

В поведенческих финансах есть такая вещь - «mental accounting», люди делят расходы и доходы на категории и не смешивают их. Такая умственная бухгалтерия, несоответствие понятию «рациональность».

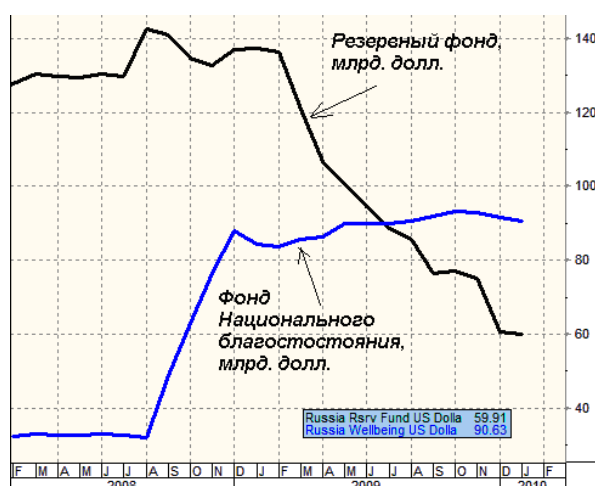
Как в нашем случае, типичный американец имеет деньги на сберегательном счете под около нулевой процент и одновременно карточный долг под 10-12% (банкам, конечно, от этого хорошо). Процесс бюджетирования на предприятии имеет аналогичную природу – иногда может не быть бумаги для принтера потому, что растрочен бюджет на нее, и тут же есть избыток по другому счету. Но смешивать нельзя, ФЭУ не позволяет.

В случае со страной можно было бы ожидать отсутствия поведенческих эксцессов. Чего проще – можно взять валюту из Фонда нацблагосостояния и продайте ее за рубли. Вместо того чтобы городить займы-размещения одновременно, с потерями на процентах. Фонд Нацблагосостояния имеет еще одну поведенческую особенность – его можно тратить только на покрытие дефицита Пенсионного фонда, и выделенные в бюджете траты должны отражать этот трансфер. Так записали в законе. Но размещать-то средства в обязательства правительства можно в стиле левый карман должен правому? [http://en.wikipedia.org/wiki/Mental_accounting]

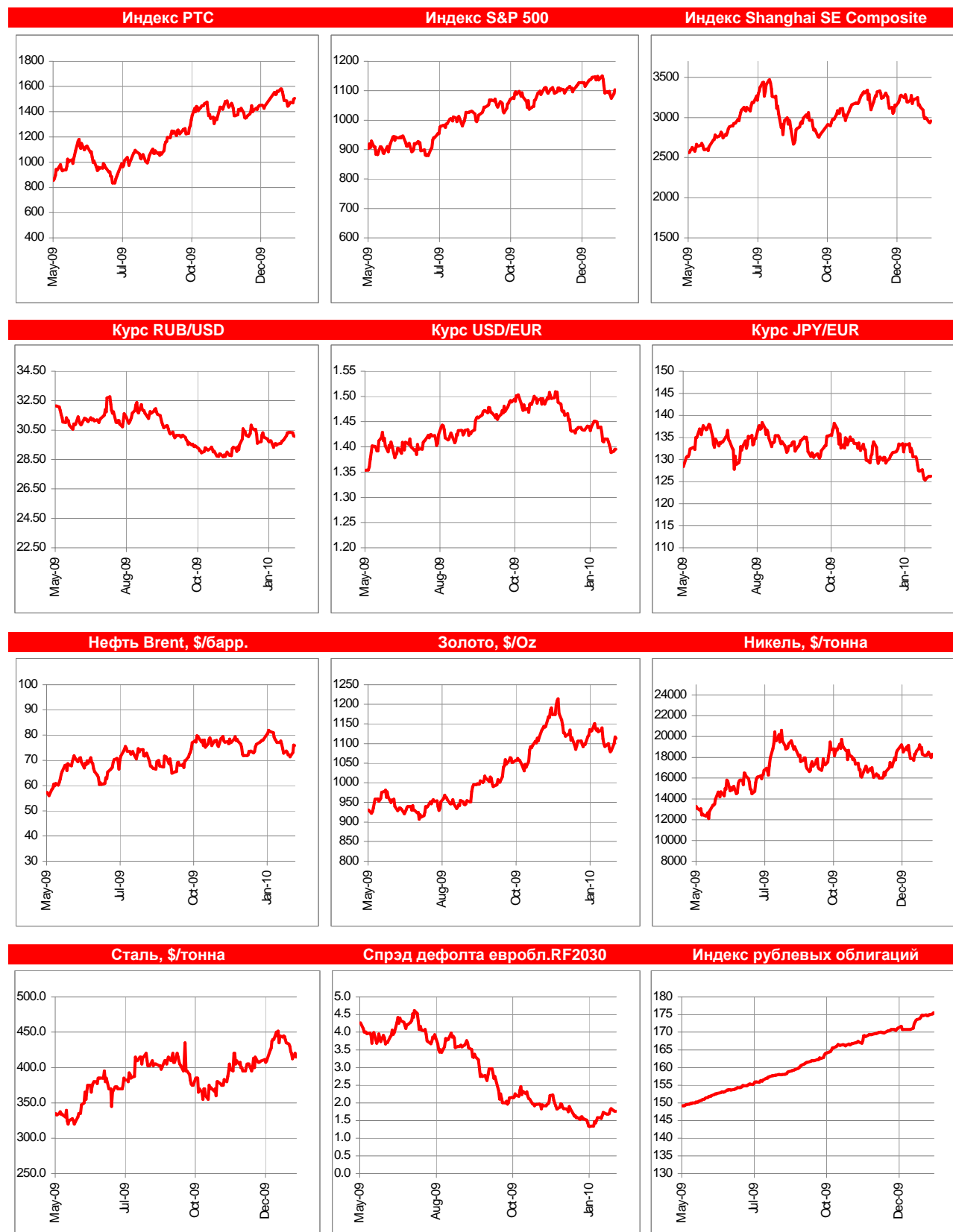
Видимо, процесс управления финансами страны настолько зависит от отдельных лиц, что их человеческая иррациональность отражается в решениях уровня всей страны.

Интересно, что зарубежные займы означают приток валюты по платежному балансу. Правительству не нужны доллары/евро, ими с бюджетниками и пенсионерами не расплатишься. Валюту придется конвертировать в рубли. Для этого можно было бы обратиться в ЦБ, и тот бы мог ее купить, произведя свежую эквивалентную эмиссию. Но этот вариант едва ли будет реализован, потому, что и без этого «пробиваем крышу». Остается одно – занятую за рубежом валюту в размере \$17.8 млрд. нужно продать на открытом рынке, а это укрепит рубль. Есть шанс, что ЦБ и правительство в этом году одумаются и свяжут часть эмиссионного финансирования за счет прямой продажи валюты из валютных резервов. Других вариантов, с нашей точки зрения, просто нет. Для монетарной сбалансированности нужно бы продать порядка \$70 млрд. в этом году

Итак, у правительства РФ дилемма: либо разгон инфляции, либо укрепление рубля. Как насчет 25 рублей за доллар на конец этого года или инфляции в 15% в 2011-м? На самом деле, мы слегка утрируем, но общий смысл остается. Мы не знаем, что будет делать правительство с этой проблемой, поскольку отсутствует даже намек на дискуссию по этому вопросу. Монетарная политика в нашей стране формируется по остаточному принципу, как это было все последние 20 лет.



Конъюнктура рынков:



Настоящая информация не является рекомендацией по купле и продаже ценных бумаг, составлена на основе публичных источников, признанных надежными, однако ООО «Пермская фондовая компания» не несет ответственности за точность приведенных в обзоре данных. Аналитические материалы ООО «Пермская фондовая компания» являются внутренними документами компании, а также имеют целью информирование ее клиентов в рамках услуг брокерского обслуживания. Сотрудники компании, а также сама компания может владеть ценными бумагами упомянутыми в данном обзоре напрямую или опосредованно, что может быть причиной конфликта интересов. Инвестирование в российские ценные бумаги сопряжено со значительным риском, и решения об инвестициях должны приниматься инвестором самостоятельно.